

Laurent Baechler*, September 15 2015

CIFE note de recherche n°21

Gestion de la dette publique grecque: mode d'emploi

La question de la soutenabilité de la dette

La dette publique forme avec l'impôt l'alternative qui se présente à tout Etat pour financer ses dépenses. La situation est donc tout à fait différente de ce qu'elle est pour les agents privés, puisque la dette publique est un substitut à l'impôt prélevé sur le revenu courant (le Produit Intérieur Brut, PIB), alors que pour les agents privés, l'endettement est un substitut au revenu futur, qui permettra ultérieurement le remboursement. L'affaire se complique évidemment lorsque l'Etat est surendetté, qu'il est incapable de rembourser sa dette par prélèvement de l'impôt, et que les nouvelles dettes contractées servent à rembourser les échéances passées. C'est peu ou prou la situation dans laquelle se trouvent actuellement de nombreux Etats, essentiellement des pays dits riches, le cas grec en étant une illustration pathétique. Tout dépend donc des conditions dans lesquelles la dette publique est accumulée et gérée, de ce que l'on appelle couramment la soutenabilité de la dette. De manière évidente, une dette publique bien gérée est considérée comme moins risquée, entretient un coût de financement plus faible et génère un cercle vertueux. A l'inverse une dette insoutenable se répercute sur son coût et peut déboucher sur une situation extrême dans laquelle le poids de la dette ralentit la croissance économique et fait exploser les coûts de refinancement, obligeant l'Etat exclu des marchés de la dette à faire appel à l'aide extérieure, comme c'est le cas de la Grèce actuellement, et pour longtemps encore.

L'objectif principal de la gestion de la dette publique (GDP) est de satisfaire les besoins de financement de l'Etat et ses obligations de paiement au moindre coût possible à long terme, tout en maintenant le risque à un niveau raisonnable[1]. Dans cette optique les paramètres clé de la GDP vont bien au-delà des critères évidents de ratio d'endettement (dette/PIB) ou de capacité de remboursement (comme par exemple le solde de la balance commerciale/PIB). Ils incluent principalement la structure de la dette et sa dynamique. Autrement dit un niveau de dette élevé ou une faible capacité de remboursement ne caractérisent pas nécessairement un surendettement. Dans ces conditions déterminer le niveau soutenable d'une dette publique est une affaire extrêmement compliquée, qui fait effectivement l'objet de controverses acharnées entre spécialistes de la question. Tentons d'y voir plus clair.

La structure de la dette publique

La structure de la dette publique fait référence à sa composition, autrement dit sa maturité (court ou long terme), son mode de paiement (à taux fixes ou variables), son libellé (en monnaie nationale ou étrangère), et son origine (nationale ou extérieure). Ainsi une dette à long terme est considérée comme plus facilement gérable qu'une dette à court terme, pour la raison simple qu'elle laisse à l'Etat davantage de temps pour trouver des solutions de financement. Parmi les solutions envisagées pour alléger le fardeau de la dette publique grecque figure ainsi l'allongement de sa maturité, qui est déjà en moyenne beaucoup plus longue que pour les autres membres de la zone euro avec une moyenne de 16 ans contre 7 (avec de surcroit des différences de maturité importantes entre des institutions comme le FMI ou la Banque centrale européenne aux règles rigides, et les partenaires de la zone euro plus flexibles et disposés à accepter des maturités supérieures à 30 ans).

Une dette à taux variable ou libellée en devises crée un risque de marché lié à la variabilité des taux d'intérêt et des taux de change. Ce risque est quasi-inexistant pour la Grèce, du fait que sa dette est à taux fixes et libellée presqu'exclusivement en euro. Ce ne serait plus le cas si la Grèce devait sortir de la zone euro et revenir à la drachme, avec une monnaie nationale fortement dévaluée (probablement de l'ordre de 50%) et une dette en euro alourdie en proportion (autrement dit multipliée par deux).

Enfin une dette contractée vis-à-vis d'agents nationaux est considérée comme davantage viable qu'une dette extérieure (le paramètre est différent de celui du libellé de la dette dans le cas grec, dans la mesure où la dette grecque est libellée dans une monnaie partagée avec les pays créanciers). Le cas emblématique en la matière est celui du Japon qui,

en dépit d'une dette publique avoisinant les 250% du PIB (contre près de 180% pour la Grèce, et 92% en moyenne pour la zone euro), ne fait jamais parler de lui comme d'une bombe financière à retardement, alors même que l'économie japonaise combine dette élevée et faible croissance (donc faible capacité de remboursement) depuis plus de deux décennies. L'explication semble résider dans le fait que la dette publique japonaise est presque intégralement nationale, autrement dit que les japonais se sont endettés vis-à-vis d'eux-mêmes. Ce à quoi il faut ajouter que près de la moitié de cette dette est détenue par des organismes publics (et se substitue donc à l'impôt), et qu'enfin une grande partie est entre les mains de la Banque centrale japonaise, un cas extrême de monétisation de la dette sans inflation apparemment soutenable (puisque le Japon est en quasi-déflation sur la même période), et dont certains économistes voudraient bien que la BCE s'inspire… La Grèce est de ce point de vue dans la situation difficile de devoir près de 80% de sa dette à des agents extérieurs, principalement ses partenaires de la zone euro, la BCE et le FMI.

La dynamique de la dette publique

La dynamique de la dette fait référence à l'articulation entre le niveau de cette dette, son coût, et la capacité de remboursement de l'Etat, déterminée principalement par la croissance économique, autrement dit la croissance du revenu national sur lequel sont prélevés les impôts. Une première approche grossière indiquerait que la dette est soutenable tant que le coût de son financement, le taux d'intérêt, reste inférieur à la capacité de financement de l'Etat, c'est-à-dire la croissance économique. De fait les épisodes de désendettement des Etats dans l'histoire correspondent souvent à des périodes au cours desquelles les taux de croissance économique excèdent les taux d'intérêt des dettes publiques, comme ce fût le cas pendant les « trente glorieuses » qui ont permis d'éponger une bonne partie des dettes de la Deuxième Guerre mondiale. Mais ce calcul est trop sommaire, car il ne tient pas compte des spécificités de chaque situation nationale qu'il faut étudier au cas par cas, en analysant l'articulation entre les paramètres de la dynamique de la dette et les facteurs institutionnels qui peuvent peser sur la capacité de gestion de cette dette par l'Etat.

Les études en la matière sont récentes et donnent des résultats controversés. L'une des plus connues est celle proposée par K. Rogoff et C. Reinhart, dont les résultats ont amorcé une discussion animée entre économistes sur le niveau de soutenabilité des dettes publiques. Les auteurs trouvent sur les deux derniers siècles un écart de taux de croissance de 4,2 points en moyenne entre ce qu'ils considèrent comme des pays faiblement endettés (avec un niveau de dette publique inférieur à 30% du PIB) et des pays fortement endettés (plus de 90% du PIB)[2]. Une autre étude du FMI trouve qu'une hausse de 10 points de pourcentage du ratio de dette publique (par exemple un passage de 30 à 40% du PIB) réduit le taux de croissance du PIB réel par habitant de 0,2 point par an, avec un impact d'autant plus sévère que le ratio lui-même est plus élevé[3].

Le paramètre institutionnel est bien évidemment décisif pour expliquer la capacité de gestion de la dette par l'Etat. Interviennent ici la capacité à lever l'impôt et à lutter contre la fraude fiscale, la fiabilité des politiques macroéconomiques, l'indépendance de la Banque centrale pour réduire les risques de monétisation de la dette, les dérapages de dépenses publiques liés à la corruption, … et une infinité d'autres paramètres qui font de chaque situation nationale un cas particulier. La Grèce semble se distinguer par ses piètres performances dans nombre de ces domaines, ce qui explique la trajectoire divergente qu'elle a suivie ces dernières années par rapport aux autres pays de la zone euro gravement affectés par la crise financière à partir de 2010, et qui ont malgré tout pu revenir vers les marchés internationaux de la dette publique récemment, principalement l'Irlande et le Portugal.

Une préoccupation récente porte sur l'articulation entre la dette publique et le niveau de la dette privée des ménages et des entreprises. Certaines études vont même jusqu'à considérer que la dette publique ralentit la croissance économique principalement dans les cas où elle est associée à un surendettement privé[4]. De fait celui-ci est caractéristique de la période récente, et dans des proportions encore plus alarmantes que pour la dette publique (126% en zone euro contre 92% pour la dette publique). Nombreux sont ceux pour qui le véritable problème est là, non seulement du fait de son ampleur et de son caractère généralisé, mais surtout parce que les agents privés ne bénéficient pas des mêmes moyens de gérer leur dette que les Etats.

Finalement, on ne peut comprendre la crise des dettes souveraines dans la zone euro sans faire référence au rôle des Banques centrales dans la gestion des dettes publiques. L'euro est une

monnaie sans Etat, ce qui conduit au fait que la BCE ne peut jouer le rôle de prêteur en dernier ressort (c'est-à-dire de garant que la dette publique sera remboursée, en dernier recours par émission monétaire) et que les Banques centrales peuvent jouer dans d'autres contextes nationaux, et ce en dépit de leur indépendance supposée et de leur mission de gardiennes de la stabilité des prix. La Grèce n'est pas plus concernée que les autres membres de la zone euro par ce phénomène, mais il est indéniable que l'absence de cette possibilité a entretenu la spéculation sur les taux d'intérêt de la dette publique grecque, et a pesé sur les primes de risque exigées par les marchés financiers.

La combinaison de ces paramètres fait de la dette publique grecque un fardeau insoutenable, en augmentation, et qui n'a aucune chance de se voir réduire dans un avenir proche ou même lointain, tant le cercle vicieux croissance faible-augmentation de la dette publique semble impossible à inverser, le poids de la dette grecque ayant augmenté de plus de 20 points de PIB depuis le déclenchement de la crise en 2010 pour atteindre près de 180%. Le fait est reconnu par certains des principaux créanciers de la Grèce, au premier rang desquels figurent le FMI et désormais la BCE. Les Etats membres de l'UE ne peuvent le reconnaître aussi facilement pour des raisons politiques qui ont leur propre logique, mais cet état de fait ne pourra pas être éludé indéfiniment.

La gestion de la dette publique

Il existe en tout et pour tout trois moyens de gérer la dette publique : l'inflation, l'austérité, le défaut (partiel ou total).

L'inflation (c'est-à-dire la réduction du poids réel de la dette par diminution progressive du pouvoir d'achat des sommes empruntées) présente l'immense avantage de permettre de ronger la dette « en douceur », de manière presque indolore. De fait les Etats y ont eu recours en masse au cours du 20ème siècle, et l'on peut soupçonner que certains soient actuellement tentés par le stratagème, tant les politiques monétaires sont devenues accommodantes ces dernières années pour gérer les effets de la crise, aux Etats-Unis ou au Royaume-Uni notamment[5]. Mais la recette est extrêmement risquée, car l'on sait bien que l'idée de « piloter » l'inflation à loisir (à un taux de 5% l'an par exemple, considéré comme raisonnable) pour dégonfler la dette est parfaitement illusoire. Le risque est plutôt de voir l'inflation s'emballer et devenir incontrôlable, comme ce fût le cas dans les années 1970, auquel cas les politiques nécessaires pour revenir à la situation antérieure peuvent devenir encore plus coûteuses que la dette elle-même. Il n'y a de fait aucun exemple historique d'une telle stratégie maîtrisée, et tous les exemples révèlent un recours à l'inflation accepté en désespoir de cause.

La zone euro s'interdit de toute façon cette possibilité, la BCE ayant pour mission le maintien d'une inflation faible et stable proche de 2%. Dans les conditions déflationnistes actuelles qui caractérisent la zone, il n'est même pas certain que la stratégie puisse être couronnée de succès. Elle est donc à exclure quoi qu'il en soit.

L'austérité est la deuxième possibilité. Il s'agit en l'occurrence de dégager des excédents budgétaires suffisants et sur une période suffisamment longue pour que l'Etat puisse rembourser sa dette. Le seul exemple de dette publique comparable à celle de la Grèce gérée de cette manière est celle du Royaume-Uni au 19ème siècle, dans une période sans inflation, au lendemain des guerres napoléoniennes[6]. Dégager des excédents budgétaires ne peut se faire qu'en réduisant les dépenses et/ou en augmentant les recettes de l'Etat. Le succès de cette stratégie est loin d'être garanti tant ces deux mesures risquent d'aggraver la situation de l'Etat endetté. On parle alors de politique pro-cyclique, c'est-à-dire de mesures qui amplifient l'effet récessif de la dépression économique qui a déclenché la crise de la dette, en un cercle vicieux austérité-dette publique impossible à inverser une fois installé. C'est exactement ce qui s'est produit dans le cas de la Grèce, ce qui n'a pas empêché ses créanciers de continuer de lui demander des efforts budgétaires et fiscaux déraisonnables, qui consistent plus précisément à exiger des excédents budgétaires annuels de 4% du PIB sur une période prolongée à partir de 2017, ce que personne ne peut considérer comme réaliste, même en espérant une sortie de crise pour la Grèce. D'autant que parallèlement, ces mêmes créanciers continuent de prêter des sommes gigantesques à la Grèce, ce qui devrait logiquement déboucher sur des exigences encore plus lourdes à l'avenir…

Reste finalement la possibilité du défaut, partiel ou total, négocié avec les créanciers ou non. La dette peut également être restructurée en allongeant les périodes de remboursement ou en diminuant les taux d'intérêt, mais il est à craindre que cela soit

totalement inutile dans le cas grec, qui nécessite vraisemblablement un allègement de la dette publique. Ainsi les dispositions prises jusqu'ici par les créanciers pour rendre la dette supportable à court terme[7] ne règleront en rien le fond du problème. Un premier effort a bien été demandé en 2012 aux créanciers privés de la Grèce, qui ont dû accepter une décote de 50 à 70% de leurs créances, représentant l'un des allègements de dette les plus importants de l'histoire, de l'ordre de 115 milliards d'euros. Mais un quasi-consensus existe entre économistes pour considérer qu'il faudra faire davantage d'efforts pour sauver la situation. Bien entendu cela n'est pas sans risques. Au-delà de celui de l'éjection des marchés financiers de la dette pour une période prolongée, le risque de contagion aux autres pays dans le contexte spécifique de la zone euro (par le biais du secteur bancaire notamment) est bien réel, et explique en grande partie les blocages récents.

L'histoire ne manque pas d'exemples de défauts négociés. Certains aiment à rappeler l'ironie du cas de l'Allemagne qui en a bénéficié dans des proportions inédites après la Deuxième Guerre mondiale, la conférence de Londres de 1953 débouchant sur une annulation de sa dette, dont l'ordre de grandeur était le niveau de son PIB de l'époque… soit presque exactement le niveau actuel de la dette publique cumulée des pays de la zone euro en difficulté (Portugal, Italie, Irlande, Grèce et Espagne)[8]. La comparaison entre la Grèce actuelle et l'Allemagne des années 1950 est tronquée du fait des particularités du projet européen et de la gouvernance de la zone euro[9], mais la référence au cas allemand permet de rappeler qu'une annulation de dette peut être le début d'un rebond économique (ce qui ne garantit en rien que ce serait le cas pour la Grèce). A ce titre des études récentes estiment que ramener la dette grecque à 100% du PIB (contre près de 180 aujourd'hui) pourrait coûter presque deux fois moins cher qu'une sortie non contrôlée de la Grèce de la zone euro. Quant à l'argument selon lequel la répudiation de la dette publique est un remède de pays en développement, il est balayé par un examen attentif de l'histoire[10].

Thomas Piketty, dans son best-seller « Le capital au 21ème siècle », propose une dernière solution qui vient enrichir le débat : un impôt progressif sur le capital. Partant de l'idée que l'équivalent d'un impôt exceptionnel proportionnel de 15% sur tous les patrimoines privés européens permettrait de rembourser intégralement l'ensemble des dettes publiques européennes, la proposition permet d'imaginer des aménagements moins radicaux autorisant des allègements de dettes utiles. La solution s'apparente bien à une répudiation de la dette publique, dans la mesure où l'Etat se fait rembourser par les contribuables. Elle est néanmoins hautement préférable selon Piketty, car plus juste (l'impôt progressif permet de faire payer ceux qui en ont les moyens, alors que la situation actuelle frappe aveuglément toutes les couches de population), transparente (les gouvernements annoncent clairement comment se répartit le fardeau du remboursement), et efficace (selon le principe qu'une dette allégée permet le rebond économique). Il va sans dire que la proposition donne lieu à controverse, car il est loin d'être évident pour tout le monde que l'équité consiste à faire payer « les riches » pour tout le monde, ou qu'une annulation ou même un allègement de la dette grecque soit compatible avec une mise en œuvre des réformes institutionnelles indispensables, et sans lesquelles les mêmes causes risqueraient de produire à l'avenir les mêmes effets.

Il est inévitable que la dette publique grecque soit un jour restructurée, et plus probablement annulée en partie[11]. La seule vraie question est quand et dans quelles conditions ? Y apporter des réponses rapidement permettrait d'éviter d'avoir à se retrouver plus tard à regretter les décisions prises depuis plusieurs mois ou années, et qui consistent à augmenter davantage le niveau d'endettement d'un pays déjà largement surendetté, en attendant qu'il fasse les réformes indispensables pour que la situation ne se reproduise plus à l'avenir…

***Laurent Baechler** est directeur du DHEEI (Master), filière anglophone et rédacteur en chef de „L'Europe en formation"

Notes:

(1) Voir à ce sujet les « Directives pour la gestion de la dette publique », Banque mondiale et Fonds monétaire international, 2001.
Accessible sur http://www.imf.org/external/np/mae/pdebt/2000/fra/pdebtf.pdf
(2) Carmen M. Reinhart et Kenneth S. Rogoff, « This Time is Different: Eight Centuries of Financial Folly », Princeton University Press, 2009. Les critiques adressées aux auteurs portent sur le fait qu'ils expliquent peu le pourquoi de cette situation, et se contentent de constater ces régularités statistiques. Le seuil de soutenabilité de la dette publique établi à 90% du PIB fait ainsi débat.

(3) Voir Manmohan S. Kumar et Jaejoon Woo , « Public Debt and Growth », IMF Working Paper, juillet 2010. Accessible sur https://www.imf.org/external/pubs/ft/wp/2010/wp10174.pdf.
Egalement S. Ali Abbas, Nazim Belhocine, Asmaa El Ganainy et Mark Horton, « A Historical Public Debt Database », IMF Working Paper, novembre 2010. Accessible sur http://core.ac.uk/download/pdf/6476905.pdf.
(4) Voir The Economist, 26 octobre 2013, accessible sur http://www.economist.com/news/finance-and-economics/21588382-euro-zone-blighted-private-debt-even-more-government-debt-debtors
(5) Un calcul rapide indique qu'avec une inflation de 5% l'an, contre une norme actuelle de l'ordre de 2% dans les pays riches, la valeur réelle de la dette en pourcentage du PIB est réduite de 15% sur cinq ans, toutes choses égales par ailleurs.
(6) Thomas Piketty rappelle qu'il aura fallu un siècle d'excédents budgétaires annuels de 2-3 % du PIB pour se débarrasser de l'énorme dette publique héritée des guerres de l'époque. Voir « Le capital au 21ème siècle », 2013, p 893.
(7) La Grèce bénéficie notamment jusqu'en 2023 d'un moratoire sur ses dettes vis-à-vis de ses partenaires européens et du Fonds Européen de Stabilité Financière, qui lui permet de ne payer ni intérêt ni capital d'ici-là.
(8) Voir Albrecht Ritschl, accessible sur : http://www.lse.ac.uk/researchAndExpertise/researchImpact/caseStudies/ritschl-germany -hypocrisy-eurozone-debt-crisis.aspx
(9) On ne comprend pas sinon pourquoi la dette publique d'un pays représentant moins de 2% du PIB de la zone euro pose un tel problème. La situation est d'ailleurs très révélatrice des fragilités de la monnaie unique.
(10) K. Rogoff et C. Reinhart (2013) rappellent utilement que, contrairement à une croyance répandue, les pays riches ont historiquement recours aux mêmes recettes que les pays en développement pour gérer leur surendettement : une plus grande tolérance vis-à-vis de l'inflation, le contrôle des capitaux et la répression financière, la restructuration ou la conversion des dettes.
Accessible sur : http://www.imf.org/external/pubs/ft/wp/2013/wp13266.pdf
(11) Ce serait loin d'être la première fois, comme le rappelle Michael Waibel qui décrit les nombreux défauts grecs sur la dette publique depuis l'indépendance acquise en 1832. Voir « Echoes of History: The International Financial Commission in Greece », in A Debt Restructuring Mechanism for Sovereigns, Christoph Paulus, 2014.

Administration: Hartmut Marhold
Policy Paper / Note de recherche est publiée
par le Centre international de formation européenne,
association dont le siège est 10 avenue des Fleurs,
F-06000 Nicce.

www.cife.eu

Ce projet a été financé avec le soutien de la Commission européenne. Cette publication (communication) n'engage que son auteur et la Commission n'est pas responsable de l'usage qui pourrait être fait des informations qui y sont contenues.


Avec le soutien du programme Erasmus+